

\*\*\*\*\*

# Legal Analysis of Internet Security Regulations

[illegible]

執行期間：89 年 08 月 01 日至 90 年 07 月 31 日

- ☐赴國外出差或研習心得報告一份
- ☐赴大陸地區出差或研習心得報告一份
- ☐出席國際學術會議心得報告及發表之論文各一份
- ☐國際合作研究計畫國外研究報告書一份

中華民國九十年十月三十日

# 行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告

## 網際網路證券交易規範之研究

計畫編號：NSC 89-2414-H-032-033

執行期限：89 年 08 月 01 日至 90 年 07 月 31 日

主持人：林江峰 淡江大學

### 一、中文摘要

一九九六年美國春街釀酒公司，利用網路上直接進行初次公開發行證券，並順利募集美金一百六十萬元。該案順利募集成功，使網路公開發行蔚為風潮，並興起許多網路承銷商。欲利用網路公開發行募集資金仍須符合相關規定，例如需依美國 1933 年證券法第五節規定所授權訂定之 regulation A 所規定之豁免證券，且發行公司之資本額需少於美金五百萬元始可利用網路在美國進行初次公開發行。

利用網路募集資金雖有降低募集資金成本之益處，然亦衍生許多新型違法或交易糾紛，其中對於利用設立於國外之網址並透過網路證券交易向美國人施以詐欺，因而所衍生之域外管轄權問題，1933 證券法第四節並未明確說明該法是否適用域外管轄權，但美國法院認為，若被告若有詐欺之行為，並造成美國投資人之損害，則有域外管轄權之適用。

我國電子簽章法甫通過，使電子化文件成為具法律效果之書面，而使透過網路公開發行募集資金相關問題之合法性邁向一大步，但我國現行規範仍有實際之困難，因此本計畫除探討上述問題外，對我國相關規範亦予以探討，進而為政策與修法之建議。

關鍵詞：網際網路、線上證券交易、初次公開發行、域外效力、證券交易法、美國

### Abstract

The U.S. Spring Street Brewing Company is the first company conduct initial public offer (IPO) through internet without the assistance of broker-dealer in 1996, and successfully raised US\$1.6 million. After the success of Spring Street's IPO, on-line IPO has become a fashion in the U.S. and created many internet dealers. To conduct on-line IPO, a company shall satisfy the regulation A requirements, such as shall be a capital less than US\$5 million, and shall be exempted security under 1933 Security Act, section 5.

Although internet IPO has the benefit of cost reduction on raising capital for small companies, there still induce new types of fraud or disputes. With regard to whether there is extraterritorial reach for using foreign website to post fake information to fraud security investors, the 1933 Security Act Section 4 does not clearly regulate. However, the court has expressly said if a defendant in the U.S. caused harm to any fraud victim to a American investor, there is extraterritorial reach for the Security Act.

The just passed the Law of Electronic Signature has smoothed the rocky road for legalizing internet IPO in Taiwan. However, there still have obstacles to put on-line IPO into practice in Taiwan. This study explored the obstacles in existing regulatory framework and provided some policy recommendations as well as suggested possible resolutions for the Taiwan government.

Keywords: Internet, On-line Security Trading, IPO, Extra-territorial Reach, Security Law, U.S.

### 二、緣由與目的

由於資訊科技的進步及網際網路廣泛的使用，已對人類生活與社會產生重大之影響。尤其是在證券金融市場也面臨挑

戰性之改變。以目前資訊科技最為進步的美國而言，由於電腦的普及與網路的普遍使用，且投資人可透過網路之使用，可以較低之成本及更有效率的方式取得必須之資訊及交易資料，因而使得利用網際網路進行線上證券交易，呈現驚人之成長。以美國那斯達克股票交易為例，透過電子網路交易系統完成的交易之成交量，從一九九四年至一九九七年三年間計成長百分之一百一十三。可知，網路證券交易將成未來證券金融市場之主流。

隨著網際網路的進步與線上證券交易的增加，公司亦可不經由證券商而直接利用網路募集資金與發行證券。在一九九六年，美國春街釀酒公司（Spring Street Brewing Co.）在網路上直接進行初次公開發行，該公司直接將其公開說明書放置於網際網路上，未經證券商之協助，而完成其初次公開發行。春街釀酒公司初次公開發行之成功雖成為網路證券發行之肇始，然其亦引發一些規範上之新課題。蓋傳統之證券發行募集資金，多經由證券商協助並代銷或包銷其股票。然公司利用網路直接向公眾募集資金，將可節省透過證券商之金錢與時間成本，而降低其募集資金之成本。惟證券商在發行過程中亦擔任守門員之角色，此功能在發行公司直接利用網路對公眾募集資金活動時，即無法發揮。因此，公司應具備何種條件始可利用網路進行發行與募集資金，應予以適當之規範，且此等規範應如何兼具網路證券交易之便利與投資大眾之保障，仍有待研究。

另公司不論以公開或非公開的方式募集資金，最重要的是將公司之資訊完全且正確的揭露予投資人，以避免詐欺與內線交易，然利用網路揭露資訊應屬何種公開方式？仍有爭議。例如公司在自行設計之網頁將「暗示性」及「預測性」之利多訊息以文字發佈，但並未刊載於報紙或寄送給投資人，而由投資人自行在網路「下載」資訊，此種網路資訊揭露及允許投資「下載」資訊之行，究竟屬何種公開方式？且其將「暗示性」及「預測性」訊息具有「下載」功能是否違反「公開」原則，在認定

上有其困難。

又「網路無國界」之特質，對主管機關之管轄權亦形成挑戰。由於網路上所面對之交易對象相當多元，不易控制交易對象之資格。且設在外國之網站亦可以本國人為主要交易對象，此時應適用何國之法律加以規範？一國之主管機關是否可行使域外管轄權加以規範之？亦有不同見解。因此本計劃之目的即在對美國網路證券交易之趨勢與規範做一深入之研究，研究重點著重於：探討美國現行證券交易體系及其對網路證券交易之制度規範與相關配套措施；並分析美國法院對網路證券交易規範之見解與證券金融業界之實務之運作情形；藉此研析美國制度規範可否作為我國未來網路證券交易相關法規改革之借鏡。

### 三、討論與結果

利用網路公開發行募集資金依美國1933年證券法第五節規定須符合相關規定，如需為該法所授權訂定之 regulation A 所規定之豁免證券，發行公司之資本額需少於美金五百萬元、發行期間需少於12個月、且需向美國證管會提出發行聲明，並需揭露證券法所規定之公司相關資訊始可利用網路在美國進行初次公開發行。

另為使將公司之資訊完全且正確的揭露予投資人，以避免詐欺與內線交易之發生，並維持市場之穩定與秩序，故證券主管機關對公司揭露其資訊之內容都有嚴格的規範與限制，此點並不因網路交易之發展而有不同。美國一九三三年證券法及一九三四年證券交易法均規定公司資訊揭露必須嚴格遵守「公開」原則，即揭露之資訊必須符合事實。

美國一九三三年證券法及一九三四年證券交易法皆未明文規定其有域外效力之適用，然在美國聯邦第二巡迴法院在 *Itoba Ltd. v. Lep Group PLC* 一案中認為美國公司之海外子公司購買外國公司在英國註冊發行之股票時，美國證券交易法相關法規有域外效力之適用。惟此等域外效力之適

用是否為美國聯邦法院之廣泛見解，且域外管轄權是否適用於網路證券交易，仍有待觀察。目前法院多數見解仍認為證券法與證券交易法域外管轄權之適用需符合行為主義與效果主義，即需被告在美國有詐欺之行為，且有造成美國投資人損之效果害，則有域外管轄權之適用。

我國目前法制規範對於網路公開發行以募集資金仍有困難，如證券交易法第三十一條規定募集有價證券需向認股人或應募人交付公開說明書，雖甫通過之電子簽章法以賦予電子簽章明確法律效果，但對於網路上瀏覽公開說明書是否為交付之問題仍為明確解決。且證券交易法第十九條規定證券交易之相關契約需為書面等問題仍待克服。

對於這些問題，似可參照美國證管會之規定，利用電子方式之交付於符合通知交付、接觸與證明以為交付之證據時，即應視為符合證券交易法之交付，而書面文件問題則可修改相關規範予以解決。

#### 四、計畫成果自評

本研究內容與原計畫相符，已達到初步預期成果，對於美國現行網路證券交易之制度規範與相關配套措施、美國法院對網路證券交易規範之見解及我國進行網路證券公開發行之問題與相關解決方案皆已進行探討與分析。因此本研究之成果亦適合在學術期刊發表，計畫主持人以著手進行將研究成果改寫為適合其開發表之體例，進行投稿。

#### 五、參考文獻

##### (一) 專書：

1. Richard W. Jennings, et al, Federal Securities Law: Selected Statutes, Rules, and Forms, (1999).
2. Larry D. Soderquist & Theresa A. Gabaldon, Securities Regulation, (1999).
3. Lori A. Richards & John Walsh, Compliance Inspections and Examinations by the Securities and Exchanges Commission (1999).

4. Billy Ray, Jr. Hall, A Legal Solution to Government Gridlock: The Enforcement Strategy of the Securities and Exchange Commission, (1998).
5. Craig Fellenstein & Ron Wood, Exploring E-Commerce, Global E-Business and E-Society, (1999).
6. Allan B. Afterman, Handbook of Sec Accounting and Disclosure (1999).
7. Lawrence Lessig, Code and Other Laws fo Cyberspace (1999).
8. James B. Arkebauer & RonSchultz, Going Public: Everything You Need to Know to Take Your Company Public, Including Inernet Direct Public Offerings (1999).

##### (二) 期刊：

1. Henrique Franca , Legal Aspects of Internet Securities Transactions, 5 B.U.J. SCI.&TECH.L.4 , (1999).
2. Robert A. Prentice, Vernon J. Richardson, & Susan Scholz, Corporate Wev Site Disclosure and Rule 10-b5: An Empirical Evaluation, 36 Am. Bus. L.J. 531 (1999) .
3. Jason Anthony, Amani Harrison, Partic Linehan & Jeffery Palker, Security Fraud, 36 Am. Crim. L. Rev. 1095 (1999)
4. Lisa A. Mondschein, The Solicitation and Marketing of Securities Offerings through the Internet , 65 Brooklyn L.Rev.185 (1999)
5. Paul Hamilton, The Extraterritorial Reach of The United States Securities Laws Towards Initial Public Offerings Conducted Over The Internet, 13 St. Jonh's J. L. Comm. 342 (1998).
6. Dennis Campbell , Law of International On-Line Business — A Global Perspective , 639-644 , (1998)
7. Richard Raysman & Peter Brown, Securities Offerings Over the internet, N.Y.L.J. June 10 1997.
8. David G. Post , Anarchy, State, and the Internet : An Essay on Law-Making in Cyberspace , J.Online L. (1995).
9. Joseph P. Garland and Brian P. Murray, Subject Matter Jruisdiction under the Federal Securities Laws: The State of Affairs After ITOBA, 20 Md. J. Int'l L. & Trade 235 (1996).
10. Michael, J. Calhoun, Tension on the High Seas of Transnational Securities Fraud: Broadening the Scope of United States Jurisdiction, 30 Loy. U. Chi. L.J. 679 (1999).
11. Robert A. Prentice, The Future of Corporate Disclosure; The Internet, Securities, Fraud, and Rule 10b-5, 47 Emory L.J. 11 (1998).
12. Stephen J. Choi, Gatekeepers and the Internet: Rethinking the Regulation of Small Business Capital Fromation, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 27 (1998).